

مجلّة الواحات للبحوث والدراسات
ردمد 7163- 1112 العدد 12 (2011) : 622 – 640
http://elwahat.univ-ghardaia.dz

آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية الدولية وأحكام الشريعة

لحلو بوخاري و وليد عايب
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي برج بوعريريج

أولا: ماهية الهندسة المالية

1-1 مفهوم الهندسة المالية:

يقصد بالهندسة المالية مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى ياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل.

ويعرفها الدكتور السويلم "بأنها المبادئ والأساليب اللازمة لتطوير حلول مالية مناسبة مبتكرة" حيث يرى أن الابتكار بطبيعته غير قابل للقياس والتنبؤ، إذ لو كان كذلك لما أطلق عليه ابتكارا، ولهذا يطالب بالتركيز على الأساليب ولطرق التي تعين على الابتكار وتمهد له"[1].

1-2 العوامل المساعدة على ظهور الهندسة المالية:

شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينات من القرن الماضي ثورة في مجالات الابتكارات المالية، والتي شكلت اللبنة الأولى لتبلور مفهوم الهندسة المالية، هذه الأخيرة التي ستهتم بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات إدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها، ويمكن تلخيص أهم العوامل التي ساهمت في بناء هذا التصور ومهدت لظهور الهندسة المالية في الآتي:

– اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق وإتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

– إيجاد أدوات إدارة المخاطر، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقا لتفضيلات المستثمرين للمخاطر.

– تطوير أدوات المراجحة بين الأسواق، الأمر الذي مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق المالية.

– تعدد وتنوع إستراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع وتجدد أدوات الاستثمار (خا ة المشتقات المالية).[2]

1–3 الهندسة المالية الإسلامية: بين التأ يل الشرعي ومتطلبات الواقع

تشير دراسات عديدة إلى استخدام الهندسة المالية في المعاملات الإسلامية ومن أمثلتها ما أجاب به الإمام مُحَّد بن الحسن الشيباني حين سُئل عن مخرج للحالة التالية:

إذا قال شخص لآخر: اشترِ هذا العقار –مثلاً– و أنا اشتريه منك وأُربِحُكَ فيه، و خشي إن اشتراه ألا يشتريه منه مَن طلب الشراء. فقال الإمام: المخرج أن يشتري العقّار مع خيار الشرط له، ثم يعرضه على احبه، فإن لم يشتره فسخ العقد و ردّ المبيع. فقيل للإمام الشيباني: أرأيت إن رغب احبه –من طلب الشراء– في أن يكون له الخيار مدة معلومة؟

فأجاب: المخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة أكبر من مدة خيار احبه، فإن فسخ احبه العقد في مدة خياره استطاع هو الآخر أن يفسخ العقد فيما بقي من المدة الزائدة على خيار احبه. إن الحلول أو المخارج التي أشار إليها الإمام الشيباني رحمه الله هي هندسة مالية بالمعنى الحديث للمصطلح وهي حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد خلال تلك الفترة، بل و تستخدم هذه الحلول إلى يومنا هذا.

وحديث الرسول ρ يقول: "من سن في الإسلام سنة حسنة له أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئا ومن سن سنة سيئة فله وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص من أوزارهم شيئا".

حيث يدعوا هذا الحديث للابتكار وإيجاد الحلول للمعضلات المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد، أيضا لا دعوة للاجتهاد وضرورة موا لته تعتبر من الموجهات الإسلامية القيمة التي تدعوا إلى التجديد باستمرار ضمانا لحسن الأداء وبالتالي المنافسة بايجابية في سوق الخدمات المالية.[3]

من خلال ما سبق يمكن أن نعرف الهندسة المالية الإسلامية بأنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى ياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل في إطار موجهات الشرع الحنيف.

ثانيا: الصكوك الإسلامية

2–1 تعريف الصكوك الإسلامية

الصكوك جمع لك انتشر استعمال هذا المصطلح في المجتمعات الإسلامية خلال القرون الوسطى كأوراق تمثل التزامات مالية على أ حابها ناتجة عن المعاملات التجارية المختلفة.[4]

استطاع الفقهاء المعا رون إيجاد بديل عن السندات الربوية بما سموه (سندات المقارضة) القائمة على أساس شركة المضاربة أو القراض، والشركة المتناقصة، فهي تعتمد في التمويل على تقديم الأموال من أرباب المال، ويكون العمل بصفة المضاربة من مؤسسة، ويكون الربح بينهما بحسب الاتفاق، والخسارة على احب رأس المال، أي يتم عقد المضاربة بين حاملي السندات ومصدريها، ويمكن تداول هذه الصكوك بعد بدء عمل المشروع، فيجوز إن كانت نسبة الأعيان والمنافع التي هي موجودات المؤسسة هي الغالبة على النقود، بنسبة 51% كما نص على ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الرابعة رقم 30(4/5).[5] وقد امتد إ دار هذه الصكوك إلى باقي يغ التمويل الإسلامية المعروفة.

التسنيد أو التصكيك المقبول شرعاً هو تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى كوك قابلة للتداول، ويحتاج بعض القيود والإجراءات لتحقيق الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أ ولاً دارة للدخل الذي يمثل عائد السند، كما أن هناك آلية مقبولة شرعاً من شأنها توفير التحوط (الحماية والأمان) للعميل دون الضمان الممنوع شرعاً في المشاركات.[6]

2–2 أنواع الصكوك الإسلامية:

تتنوع الصكوك الإسلامية إلى كوك الإجارة والسلم والاستصناع والمضاربة والمشاركة...إلخ.

2–2–1 كوك الإجارة:

يعرفها بعض الباحثين بأنه "وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إ دار كوك تعتبر في ذاتها أ ولا مالية"، فالغرض إذن من كوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (سندات) يمكن أن تجرى عليها عمليات التبادل والتداول فيسوق ثانوية وعلى ذلك يمكن تعريفها بأنها سندات (وثائق) ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع مؤجرة، كإيجار قطعة أرض أو إيجار تجهيزات معينة كالطائرات والبواخر، ويمكن أن يكون هذا العائد ثابتا أو متغيرا.[7]

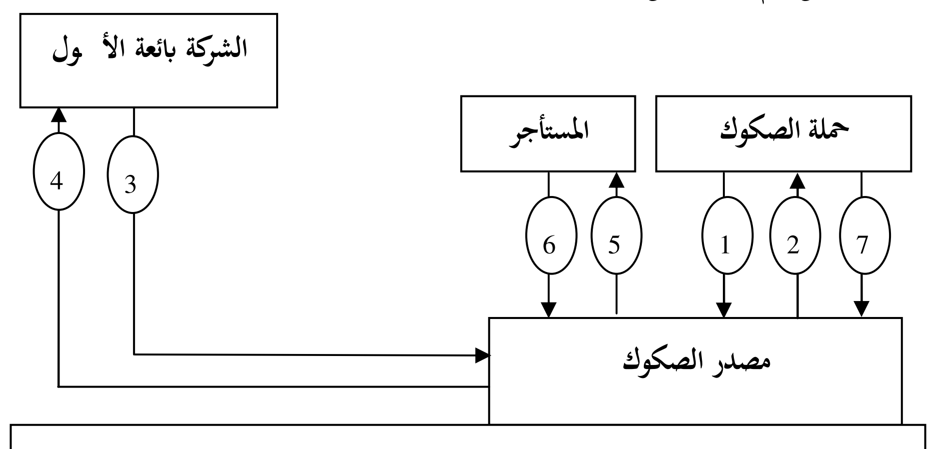
تتميز هذه الصكوك بمجموعة من الخصائص مما يجعلها أساسا مهما في السوق التمويلية الإسلامية، و أهم هذه الخصائص:

- خضوعها لعوامل السوق: تتأثر قيمتها السوقية بعوامل العرض والطلب فيه، بحيث إذا ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأعيان، فان قيمة الصكوك ترتفع تبعا لذلك، وتهبط قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأعيان التي تمثلها.

- مرونتها: إذ لا يخفى أن هذه الصكوك تتمتع بمرونة كبيرة، سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها، أم من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، أم من حيث الوساطة المالية المتضمنة فيها، أم من حيث الخيارات المتعددة التي تتاح لطالب التمويل، أم من حيث أنواع الأملاك والمشروعات التي يمكن تمويلها...إلخ.

- استقرار السعر وثبات العائد: عند مقارنة كوك الإجارة بغيرها من الأوراق المالية يظهر بجلاء أن معظم ور هذه الصكوك تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار في السعر والثبات في العائد، وبدرجة عالية من العلم المسبق بمقدار ذلك العائد وقت شراء الصك.[8]

الشكل رقم 01 : هيكل كوك الإجارة.



1 استلام كوك 2 نقود 3 شراء أ ول 4 نقود 5 تأجير الا ول 6 عوائد 7 التوزيعات الدورية لحملة الصكوك

المصدر:

Dubai International Financial Centre Sukuk Guidebook, Dubai, November 2009,p 14

2–2–2 كوك المشاركة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إ دارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أوغيرهم لإدارتها.[9]

يتم احتساب أرباح كل شركة أو مؤسسة من المكون وفق نسبة مافي ملكية الحكومة المخصصة لهذا الغرض وتوزع الأرباح على مالكي الصكوك والشهادات بنسبة حصتهم في متوسط

ـافي حقوق الملكية للمكون وذلك على مدى فترة الشراكة.

أما عن أهم خصائص هذه الصكوك فتتمثل في:

شرعية وتفى بكافة متطلبات العقود الشرعية.

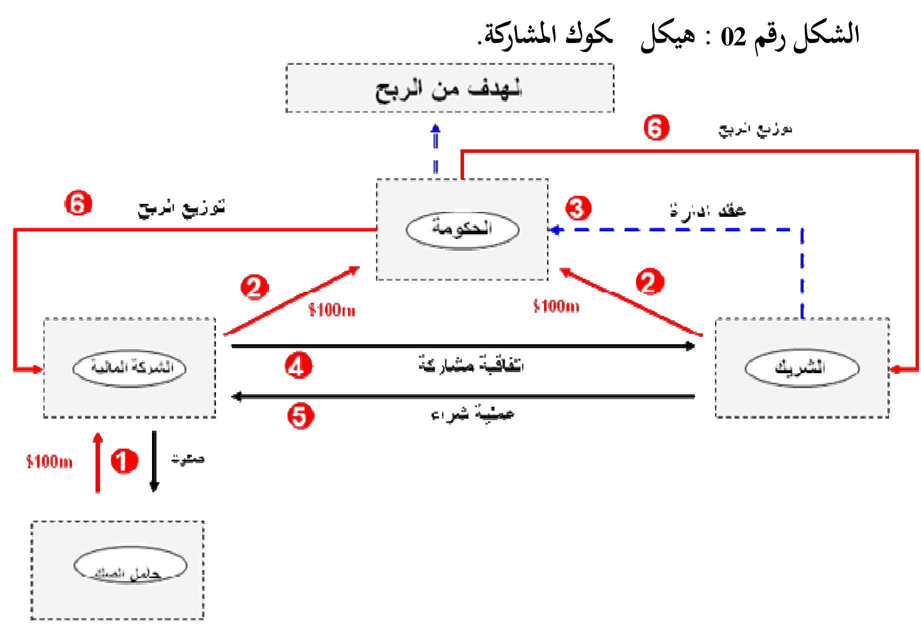
- ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأ ول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفؤة و تتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة.

– ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة.

– يمكن تسييلها في أي لحظة في السوق المالي.

– يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.[10]

الشكل رقم 02 : هيكل كوك المشاركة.



2 –2–3 كوك السلم:

تسمح هذه الصيغة بأن يشتري البنك من العميل بثمن حال سلعة مو وفة و فا كافيا مؤجلة التسليم، إلى موعد دد، وله استخدامات مختلفة في التمويل أهمها يتعلق بتمويل النشاط الزراعي والصناعي والإنتاجي، وذلك بتوفير السيولة النقدية اللازمة للزراعة أو الصناعة.[11]

وتكون كوك السلم عبارة عن سندات قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها (بائع السلعة أو الأ ل نفط مثلا) والمشتري بصيغة السلم (شركة وساطة أو بنك أو من تتفق معه الحكومة) وذلك بصفته مديراً فظة كوك السلم الإسلامية، ومشتري أو حاملي الصكوك حيث

تقوم ا لمفظة باستيفاء قيمة الصكوك من المشترين و دفع ثمن السلعة الآن للحكومة واستلام السلعة أو قيمتها لاحقا.

2–2–4 كوك الاستصناع:

الاستصناع عقد يلتزم من خلاله البنك بتحقيق منشآت (بيوت، جسور طرق سريعة...الخ) لصالح عميله مقابل علاوة تدخل فيها تكلفة المنشأة مضافة إليها هامش الربح، ويكلف البنك مقاولا لتنفيذ الأشغال[12].

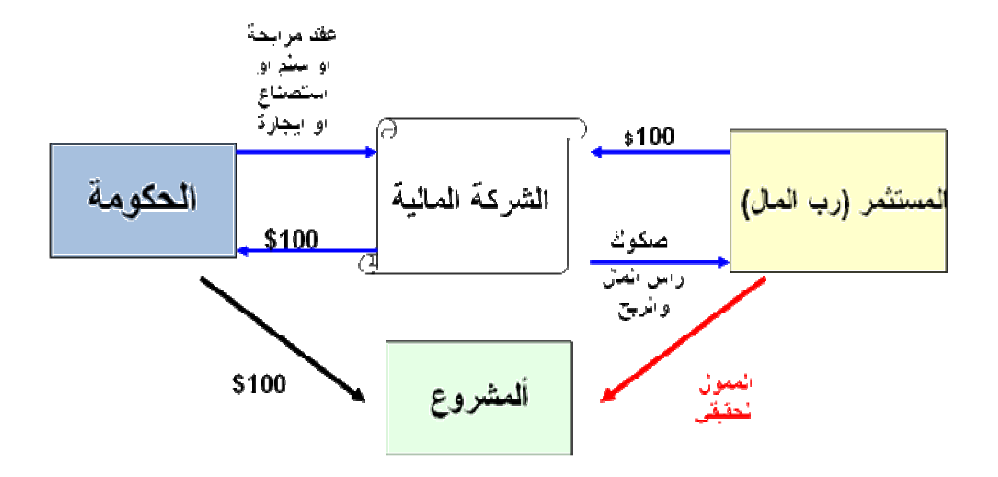
يمكن تحويل عقود الاستصناع إلى سندات ذات استحقاقات متتالية، وقد بدأ هذا النوع من المعاملات يظهر في السوق المالي الإسلامي تدريجيا خا ة في استثمارات البنوك الإسلامية طويلة الأجل وظهرت تجاربه في استثمارات البنوك الإسلامية الخليجية منها على وجه الخصوص.[13]

2–2–5 كوك المضاربة:

تعتبر كوك المضاربة عقدا بين طرفين (المضارب) والمستثمر (رب المال)، يقدم المستثمر رأس المال للمضارب والذي بدوره يقوم بتوظيفه في مشروع متفق عليه، على أن يتم تقسيم الأرباح ا لمحققة وفقا لنسب معينة، أما الخسائر إذا قدر الله فيتحملها أ حاب المال إذا لم يقصر المضارب أو يهمل.

تتميز كوك المضاربة بمجموعة من الخصائص يمكن إدراجها فيما يلي:

- قابلية للتداول في أسواق رأس المال.
- يمكن عمل ترتيبات معينة لضمان هذه الصكوك من قبل طرف ثالث وذلك لتوفير الاطمئنان للمستثمرين.
- يمكن للحكومة شراء الصكوك واسترداد حصة رب المال.
- يمكن إ لدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية والصناعية والخدمية والعقارية وغيرها.
- سهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لارتباطها بموجودات عينيه.
- الشكل رقم 03 : هيكل كوك المضاربة.



ثالثا: مخاطر الصكوك الإسلامية:

3–1 تعريف المخاطرة:

تعد كلمة المخاطرة من المصطلحات الدارجة في حديث الناس اليوم، ويمكن تعريفها بأنها الحالة التي تتضمن الانحراف عن الطريق الذي يو ل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة أو احتمال الخسارة.

يمكن قياس درجة المخاطرة لأي أ ل أو مشروع استثماري بإحدى الطريقتين:

– الانحراف المعياري (Standard deviation) لبيانات التوزيع الاحتمالي التقديري لعوائد الأ ل أو بيانات عوائد الأ ل التاريخية.

– معامل بيتا (Beta coeffcinent) الذي يقيس مدى التغير في عوائد الأ ل بالمقارنة مع عوائد السوق.

3–2 أنواع المخاطر:

يرتبط العمل المصرفي الإسلامي بالمخاطر أكثر مما عليه في المصارف التقليدية وذلك لأن العمل المصرفي قائم على المشاركة في الربح أي العائد والخسارة أي المخاطرة، بينما يقوم الاستثمار والتمويل المصرفي التقليدي على الفائدة ذات العائد المضمون بغض النظر عن نتائج ل الاستثمار. ويمكن تقسيم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية إلى:

3–2–1 مخاطر السوق: تعتبر الأدوات و الأ ول التي يتم تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية أو نتيجة أحوال المنشآت الاقتصادية، فمخاطر السوق العامة تكون نتيجة التغير العام في الأسعار وفي السياسات على مستوى الاقتصاد ككل، أما مخاطر السوق الخا ة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار

أ ول وأدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خا ة بها، ويمكن تقسيم مخاطر السوق إلى: مخاطر أسعار الأسهم، مخاطر أسعار الفائدة مخاطر أسعار الصرف، مخاطر أسعار السلع.[14]

مخاطر أسعار الفائدة: تنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وكقاعدة عامة فانه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة.

لا تتأثر الصكوك الإسلامية مباشرة بسعر الفائدة لكونها لا تتعامل به إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذت سعرا مرجعيا في التمويل بالمرابحة كالليبور مثلا (LIBOR)،[15] كما أن سعر الفائدة يقوم عليه النظام المصرفي في غالبية الدول الإسلامية، فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية خا ة إذا لم يكن للوازع الديني دور في توجيه المستثمرين.

ب– مخاطر أسعار الأسهم: تنشأ هذه المخاطر نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية، كالإشاعات والاحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

ج– مخاطر أسعار الصرف: تنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة تقلبات سعر رف العملات في المعاملات الآجلة ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية أو انخفاض سعر تلك العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف قد تظهر أيضا عند إ دار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خا ة في عمليات المرابحات والتجارة الدولية.

د– مخاطر أسعار السلع (الأ ول الحقيقية): هذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أ ول، ونظرا لأن الأ ول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

3–2–2 مخاطر الائتمان:هي المخاطر التي ترتبط بالطرف الآخر (contre partie) في العقد أي قدرته على الوفاء بالتزاماته كاملة في موعدها كما هو منصوص عليه في العقد، ويرد حدوث المخاطر الائتمانية في الدفتر التجاري للمصرف، ففي الدفتر المصرفي تظهر المخاطرة الائتمانية في حالة القرض عندما يعجز الطرف الآخر عن الوفاء بشروط القرض كاملة وفي موعدها.[16]

في الصكوك الإسلامية يمكن أن ينشأ هذا الخطر نتيجة سوء اختيار العميل سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات الصكوك المختلفة أو عدم رغبته في

استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده – في حالة اعتبار الوعد غير ملزم–، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها بالنسبة لاستثمارات كوك السلم.

3–2–3 مخاطر التشغيل: هي احتمالية الخسارة التي قد تنشأ عن فشل أو عدم كفاية كل من العمليات الداخلية، و الأنظمة، والعاملين، وأحداث خارجية، و تكون هذه المخاطر بسبب: الاختلاس والسرقة، الجرائم الالكترونية، التزوير، تزييف العملات.[17] تؤثر هذه المخاطر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية وذلك من خلال عدم توافر الكفاءة الإدارية القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلا، وا افظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال ورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين وسمعة المنشأة.

4–2–3 المخاطر القانونية: ترتبط هذه المخاطر بعدم وضوح العقود المالية موضع التنفيذ أي أنها ترتبط بالنظام الأساسي والتشريعات والأوامر الرقابية التي تحكم الالتزام بالعقود والصفقات وربما تكون طبيعة هذه المخاطر خارجية مثل الضوابط الرقابية التي تؤثر في بعض أنواع الأنشطة التي تمارسها المصارف كما يمكن أن تكون ذات طبيعة داخلية تمت بصلة لإدارة المصرف ولموظفيه مثل الاحتيال وعدم الالتزام بالضوابط والقوانين.

5–2–3 مخاطر السيولة: يكون سببها عدم قدرة البنك على تنفيذ التزاماته حال تحققها دون حدوث خسارة غير مقبولة. وتتضمن أيضاً عدم القدرة على معالجة تراجع مصادر الأموال غير المخطط لها، وضعف الإدارة في تحديد التغييرات في ظروف السوق التي يكون لها تأثير كبير على قدرة المصرف لتسييل قيمة الصكوك بشكل سريع وبأقل خسارة من القيمة.

رابعا: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

تعبر سياسات إدارة المخاطر عن الأساليب و الاجراءات المتخذة لمواجهة ومعالجة الخطر، ويمكن كذلك أن نعرفها بأنها عملية قياس أو تحديد أو تقييم الخطر الذي تتعرض لها و يمكن أن تتعرض له المنظمة.

1–4 خطوات إدارة المخاطر:

أ– تحديد المخاطر: تعتبر هذه الخطوة أول الإجراءات لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، فكما جاء في السابق يواجه كل نوع من الصكوك جملة من المخاطر كخطر سعر الفائدة، خطر السيولة، خطر التشغيل...إلخ.

ب– قياس الخطر: الخطوة الثانية في إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية هي قياسها، إن كل نوع من المخاطر يجب أن ينظر إليه بإبعاده الثلاثة:حجمه ومدته واحتمالية الحدوث لهذه المخاطر ويعتبر الوقت المناسب الذي يتم فيه القياس ذو أهمية بالنسبة لإدارة المخاطر.

ج– دراسة اختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر: وذلك من خلال دراسة البدائل

اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خا ـة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.[18]

د– تنفيذ القرار: وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

4 –2 الآليات المستخدمة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

يمكن للجهة المصدرة للصكوك أن تتبع مجموعة من التقنيات والإجراءات وذلك بهدف تقليل هذه المخاطر أو تجنبها:

4–2–1 إتباع سياسة التنويع:[19]

يؤكد هذا المبدأ ضرورة قيام المستثمر بتنويع موجوداته من خلال مسكه لنوعين أو أكثر من المشاريع مثلا، على مبدأ (لا تضع كل البيض في سلة واحدة)، فالمستثمر الناجح يسعى للحصول على أكبر عائد ممكن بأقل مخاطرة ممكنة ولا يمكن أن يحصل على ذلك إلا بتطبيق فكرة التنويع، وبالنسبة للصكوك الإسلامية فان التنويع قد يكون حسب القطاعات، وبالتالي فان إ ـدار الصكوك الإسلامية ليشمل جميع القطاعات الاقتصادية سوف يقلل من المخاطر التي تتعرض لها هذه القطاعات تبعا للدورات الاقتصادية كما يمكن إ ـدار هذه الصكوك ضمن آجال مختلفة (قصيرة، متوسطة، طويلة الأجل) وهذا مناجل مواجهة مخاطر التضخم، فكما هو معلوم كلما زاد أجل هذه الصكوك كانت أكثر عرضة لمخاطر التضخم، كما يمكن أن يكون التنويع في استخدام ـيغ التمويل(ـكوك المضاربة ـكوك المرابحة، ـكوك السلم، ـكوك الاستصناع...إلخ)، التنويع في اختيار العملاء والشركاء أو ما يعرف بنسبة توزيع المخاطر حيث تسمح هذه النسبة بمعرفة مستوى التعهدات مع مستفيد واحد أو مجموعة من المستفيدين التي لا تتجاوز حد أقصى وهذا لتجنب أي تركيز للأخطار مع نفس الزبون.

4–2–2 الرقابة المالية:

تتطلب حماية حقوق الصكوك الإسلامية توفير الرقابة، ويقصد بها الإشراف والفحص والمراجعة من جانب سلطة أعلى لها، وذلك للتأكد من حسن استخدام الأموال في الأغراض المخصص لها، وأن الإيرادات تحصل طبق النظم المعمول بها وللتأكد من سلامة تحديد نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء والكشف عن المخالفات والانحرافات وبحث الأسباب التي أدت غلى حدوثها واقتراح وسائل علاجها لتفادي تكرارها مستقبلا.

4–2–3 استخدام تقنيات الرهن والكفالة:

أ– الرهن: وهو حبس شيء بحق يمكن استيفاؤه منه، أو جعل شيء مالي بوسا وثيقة بحق مثل تقديم المدين حليا أو ساعة أو عقارا رهنا للدائن المرتهن، وهو مشروع في الإسلام لقوله تعالى:[فرهان مقبوضة] (البقرة 2–283)، ولأن "النبي اشترى من يهودي طعاما إلى أجل، ورهنه درعا من حديد".[20] ويشترط في المرهون ستة شروط: أن يكون متقوما، موجودا وقت التعاقد، أن يكون مملوكا بنفسه للراهن، أن يكون معلوما، أن يكون مقدور التسليم، وأن يكون المرهون مقبوضا في الدائن المرتهن، أو عند شخص مؤتمن وهو المسمى بالعدل.[21]

تسمح هذه الآلية بتخفيض مخاطر الصكوك الائتمانية خا ة، فيمكن للدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الين للاستيفاء من ثمنه .

ب– الكفالة: هي ضم ذمة إلى ذمة في المطالبة مطلقا، أيضم ذمة الكفيل إلى ذمة الأ يل في المطالبة بنفس أو دين أوعين، أي أن يلتزم طرف بتحمل عبئ عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المليء وسيلة ناجحة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خا ة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية ومخاطر الأ ول وعوائدها.

4–2–4 التأمين التبادلي:

تتيح هذه الآلية الحماية من المخاطر الائتمانية للصكوك فقد يلجأ البنك الإسلامي إلى الاقتراح على المدين للبنك بالاشتراك في ندوق التأمين التبادلي الموجود داخل البنك، على أن يسدد المشترك نسبة معينة في الدين المؤمن عليه في حساب خاص لهذه الغاية على سبيل التبرع مقابل حصول المشترك على تعويض عند التعرض لخطر من الأخطار كالإعسار مثلا.

4–2–5 التحوط باستخدام المشتقات الإسلامية (عقد السلم، الخيار الشرعي):

يعتبر عقد السلم من أنسب العقود لتحقيق وظيفة التحوط، حيث يمكن المصرف الإسلامي من تمويل النشاطات الزراعية والصناعية والتجارية على النطاق الفردي ونطاق المشاريع الكبيرة، وتكون مصلحة المصرف الإسلامي الحصول على موارد آجلة بسعر عاجل رخيص نسبيا ثم يقوم بعد قبضها بتسويقها بثمن الحاضر أو المؤجل.

الخيار الشرعي يمكن أن يستخدم للتحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمرابحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالت تلك المدة أم قصرت .

كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إ دار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك إجراء قروض

متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين الفرضين وشراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمرابحة على سدادها بعملة أخرى بسعر الوفاء.[22]

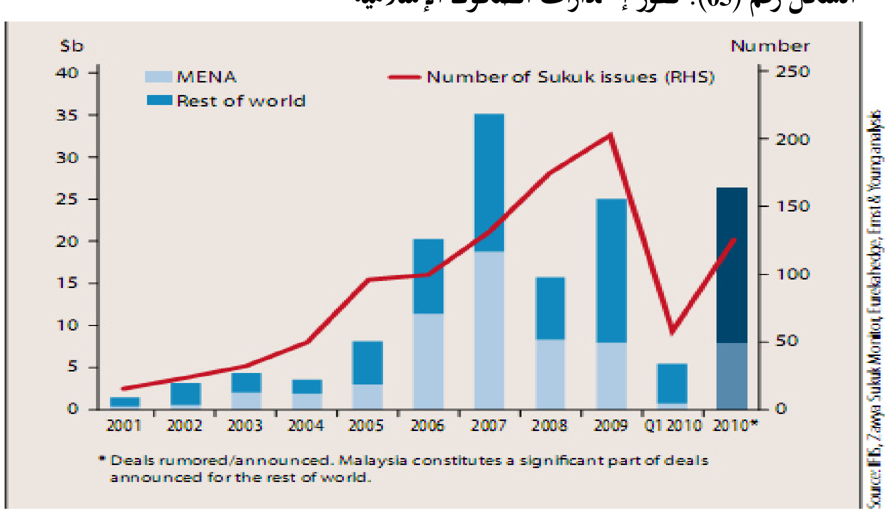
خامسا: أثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية:

يقدر حجم سوق الصكوك الإسلامية اليوم بأكثر من 130 مليار دولار، ورغم الأزمة المالية الأخيرة إلا أن سوق الصكوك الإسلامية قد بقي إلى حد ما امدا أمام هذه التحديات فقد حقق معدل نمو قدر ب 43% سنة 2009، في حين كان هذا المعدل أكبر من 70% سنة 2007.[23] **واجه سوق الصكوك كغيره من أسواق الدين عوبات كبيرة عام 2008، أبرزها تداعيات الأزمة المالية العالمية وارتفاع كلفة الاقتراض والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء انهيار أسعار الأ ول المالية والعقارية.و سجلت إ دارات السندات الموافقة للشريعة سنة 2008 أول تراجع في حجمها منذ عام 2001م حيث شهد سوق الصكوك الإسلامي نموا متزايدا في عدد الإ دارات وأحجامها الى عام 2008م ، وكان من المقدر له متابعة النمو خلال الأعوام 2008، 2009، 2010م.**

خلال سنة 2008، أعلنت حكومات وشركات نيتهم طرح كوك بقيمة 30 مليار دولار أي أكثر من 88% من الطروحات المعلنة حول العالم. ولو استطاع هؤلاء المصدرون تنفيذ خططهم، لو ل حجم الإ دارات في 2008م إلى 45 مليار دولار بنمو يتخطى 40%. لكن ظروف الأزمة حالت دون ذلك.

قامت كل من ماليزيا والإمارات العربية المتحدة في 2007 بإ دار سندات إسلامية قيمتها 13.4 مليار دولار، و10.8 مليارات دولار على التوالي، تراجعت هذه الإ دارات إلى 5.4 مليارات دولار في الأولى، و5.3 مليارات في الثانية سنة 2008.

الشكل رقم (05): تطور إ ـدارات الصكوك الإسلامية



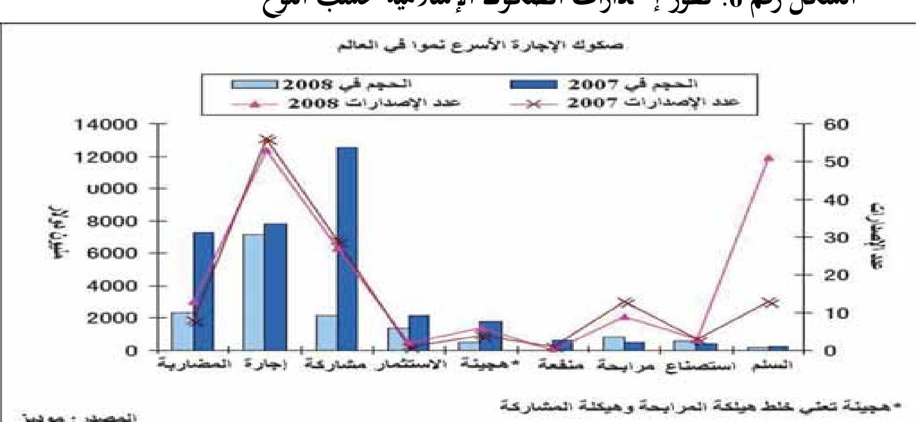
بدأت إ ـدارات الصكوك تسجل مسارا تصاعديا في الأشهر الأولى من عام 2009م فعلى الرغم من انخفاض حجم الإ ـدارات في الربع الأول من سنة 2009 37% مقارنة مع الفترة نفسها في 2008، أي من 2.84 مليار دولار إلى 1.8 مليار، إلا أن هذا الحجم تضاعف مقارنة مع الربع الأخير من 2008. ففي شهر جانفي 2009 لم يتعد حجم الصكوك المصدرة 95 مليون دولار. بعدها ارتفع هذا المبلغ إلى 695 مليون دولار في فبراير، ليصل إلى 1.01 مليار في شهر مارس من نفس السنة.[24]

لم يشهد الربع الأول من 2009 أي إ ـدار للصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي أو حتى في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، سوى الصكوك التي يصدرها دوريا مصرف البحرين المركزي، لسحب السيولة من القطاع المصرفي التي تغطت بشكل كبير من قبل البنوك ا لمية. وبلغت قيمة الصكوك البحرينية المصدرة في أول 3 أشهر من العام الجاري 88 مليون دولار فقط، واحتلت 4.9% من إجمالي السندات الإسلامية المصدرة حول العالم. وقد احتلت ماليزيا المركز الأول عالميا من حيث حجم الصكوك المصدرة في الربع الأول التي بلغ إجماليها 980 مليون دولار، تبعتها اندونيسيا في المركز الثاني التي أ ـدرت كوكا بقيمة 539 مليون دولار.

كانت الصكوك المطروحة منذ بداية 2009 هي بالعملات ا لمية على حساب تراجع الصكوك المصدرة بالدولار الأميركي. وتعود أسباب ذلك إلى تزايد اهتمام الحكومات نفسها بإ ـدار الصكوك مقارنة مع شركات القطاع الخاص. إذ شكلت السندات الإسلامية السيادية، أي المطروحة من قبل الحكومات، في 2008 ما نسبته 44% من إجمالي السوق، بعد أن كانت 36% في 2007. ومن المتوقع أن تستمر هذه الحصة في النمو نظرا للأزمة الائتمانية التي تمر بها الشركات الخا ة والمؤسسات المالية. فالمستثمرون باتوا أقل ثقة بالقطاع الخاص، بعد أن شهدت بعض شركاته تعثرا في سداد التزاماتها المالية.

ارتفع حجم الصكوك المصدرة وفق هيكلة المرابحة 60% في 2008، شهدت كوك المشاركة والمضاربة هبوطا بالأحجام بلغ 83% و68% على التوالي في العام الماضي. أما هيكلة الإجارة فشهدت تراجعا بسيطا بلغ 8% بسبب الأزمة المالية العالمية. وفي الربع الأول من 2009، شهدت كوك الإجارة انتعاشا جديدا لتشكل 50% من إجمالي الإ دارات. وقد طُرح اثنان من أكبر 5 إ دارات على أساس هيكلة الإجارة. (اندونيسيا احبة أكبر إ دار للصكوك في العالم خلال الربع الأول من 2009 وحجمه 474 مليون دولار فضلت هيكلة الإجارة). وهكذا فعلت أيضا حكومة باكستان في مارس الماضي عندما أ درت رابع أكبر إ دار بقيمة 192 مليون دولار.

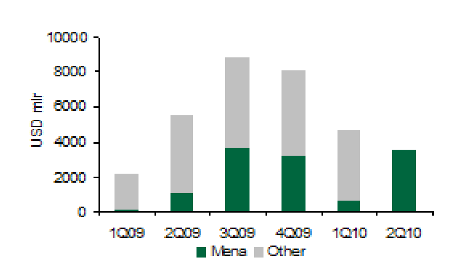
الشكل رقم 6: تطور إ دارات الصكوك الإسلامية حسب النوع



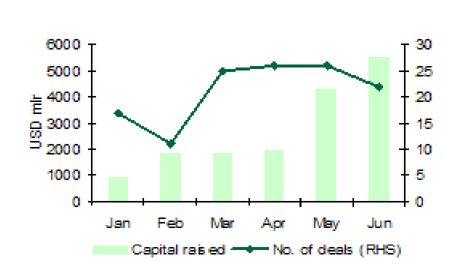
من المتوقع أن يشهد سوق الصكوك الإسلامية انتعاشا في سنة 2010، حيث من المرتقب أن يصل مجموع الإ دارات إلى 30 مليار دولار،تم إ دار 16,5 مليار دولار خلال السداسي الأول من هذه السنة.

الصكوك المصدرة سنة 2009
والربع الأول والثاني 2010

Total Global Sukuk Issued (2009-2Q10)

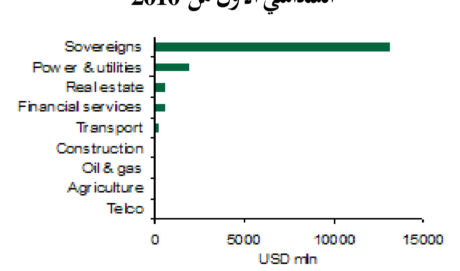


Global Sukuk Issues by Deal & Size (2009-2Q10)

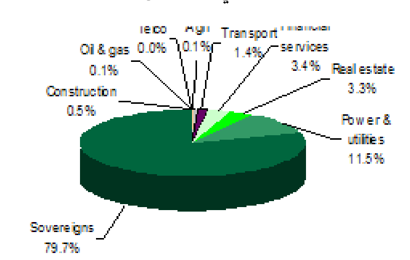


Source: Zawya, S&P, KFHR

الصكوك المصدرة حسب القطاعات خلال السداسي الاول من 2010

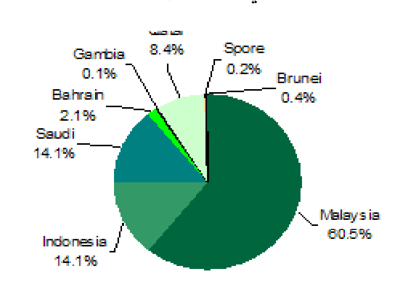


الصكوك المصدرة حسب القطاعات خلال السداسي الاول من 2010

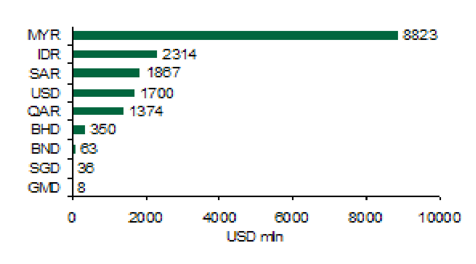


Source: Zawya, S&P, KFHR

الصكوك المصدرة حسب البلدان خلال السداسي الأول من 2010



الصكوك المصدرة حسب العملات خلال السداسي الأول من 2010



Source: Zawya, S&P, KFHR

من المرتقب أن يتعافى سوق الصكوك الإسلامية من آثار الأزمة الاقتصادية سنة 2010، وذلك لعدة عوامل منها المشاريع والبرامج الاتفاقية الضخمة التي أطلقتها الحكومات والتي ستعتمد بشكل كبير على التمويل بالصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى التحسن الكبير الذي شهدته الصناديق السيادية، وعودة الحركية الاقتصادية لدى القطاع الخاص.

بقيت ماليزيا متربعة على سوق الصكوك الإسلامية سنة 2010، وذلك بنسبة 60,5% من إجمالي الإ دارات في السداسي الأول من سنة 2010 متبوعة بكل من السعودية واندونيسيا بنسبة 14,1% لكل منهما.

أما بالنسبة لعملات الإ دار فقد بقي الرينغيت الماليزي مسيطرا على سوق الإ دار بنسبة 53,4% متبوعا بالدولار الأمريكي بنسبة 10,3% ثم الريال القطري بنسبة 8,3%.

سوف تشهد سنة 2010 دخول لاعبين جدد إلى سوق الصكوك الإسلامية، هيئات حكومية وخا ة من الدول التالية: اليابان، تايلاند، تركيا، المملكة المتحدة و روسيا. لذا يتوقع أن يعرف سوق الصكوك الإسلامية بعد الأزمة المالية ازدهارا قويا مدفوعا بزيادة الطلب على الأدوات المالية المتماشية مع أحكام الشريعة الإسلامية، دعم الحكومات المختلفة لهذه المنتجات، الاستثمارات وبرامج الإنفاق الحكومية الضخمة في دول مجلس التعاون الخليجي وسائر البلدان الآسيوية عموما.[25]

الخاتمة:

من خلال هذه الدراسة المتواضعة يمكن الخروج بمجموعة من النتائج ندرجها كما يلي:

1- تستمد الهندسة المالية الإسلامية مبادئها من قيم الإسلام التي تدعو إلى التحديث والتطور باستمرار ضمانا لحسن الأداء و إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل في إطار موجهات الشرع الحنيف.

2- تعتبر الصكوك الإسلامية بديلا للسندات التقليدية القائمة على الفوائد الربوية، وتتنوع هذه الصكوك لتشمل جميع النشاطات الاقتصادية، وتنقسم إلى :   كوك الإجارة،   كوك المضاربة،   كوك المشاركة،   كوك الاستصناع،   كوك السلم...الخ.

3- تواجه الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر كغيرها من الاستثمارات المالية كمخاطر السوق، المخاطر القانونية، مخاطر السيولة، مخاطر التشغيل، المخاطر الائتمانية وغيرها من المخاطر.

4- توفر الهندسة المالية مجموعة من التقنيات والآليات لإدارة ومواجهة هذه المخاطر كسياسة التنويع، تقنيات الرهن والكفالة، التأمين التبادلي، التحوط باستخدام المشتقات الإسلامية، الرقابة المالية وغيرها من التقنيات التي يمكن اللجوء إليها حسب الحاجة إليها.

5- واجه سوق الصكوك الإسلامية كغيره من أسواق الدين   عوبات نتيجة الأزمة المالية سنة 2007، وهذا ما أثر على تراجع معدل نمو سوق الصكوك الإسلامية لأول مرة منذ سنة 2001، حيث تم تسجيل تراجع في معدل نمو الصكوك سنتي 2008 و2009.

6- عرفت سنة 2010 استعادة سوق الصكوك الإسلامية عافيته، وذلك بعد عودة معدل نمو الإ دار للارتفاع كما كان قبل الأزمة متجاوزا معدل نمو70%، ويتوقع أن يحافظ سوق الصكوك الإسلامية على هذه الديناميكية خصو ا بعد اعتزام دخول لاعبين جدد إلى سوق الصكوك الإسلامية ونية الدول الخليجية وبعض الدول الآسيوية استخدام الصكوك في برامجها التنموية الضخمة.

7- تتربع ماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية باحتكارها لأكثر من 60% من إجمالي الإ دارات في العالم، أما من حيث أكثر أنواع الصكوك انتشارا، تعتبر كوك الإجارة الأسرع نموا مقارنة بالصكوك الأخرى.

الهوامش:

[1] بوعافية رشيد، إبراهيم مزيود، الهندسة المالية كمدخل لتطوير ناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، 2009، ص 05.

[2] مجلة المدير المالي، الهندسة المالية والمشتقات المالية وعلاقتها بالاقتصاد الإسلام، موقع www.financialmanager.wordpress.com

[3] ردمان عبد القوي، الأدوات المالية الإسلامية الحديثة المعتمدة من المصرفية الإسلامية"، المؤتمر الثالث للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سورية، دمشق، 2009، ص 06.

[44] **Muhammad Ayub, Securitization sukuk and fund management potential to be realized by Islamic financial institutions, NIBAF, working paper, Karachi, 2005, p 349.**

[5] وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعا رة، دار الفكر، دمشق،2002، ص 226.

[6] عبد الستار أبو غدة، المصرفية الإسلامية خصائصها وآليتها، وتطويرها، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، 2006، ص 13.

[7] **Ali Arsalan Tarik, managing financial risks of sukuk structures, A dissertation submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK.2004, p 20.**

[8] نزيه حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعا رة، دار القلم، دمشق، 2007، ص 319–321

[9] أشرف محمد دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 2010، ص09.

[10] ردمان عبد القوي، مرجع سابق، ص 17.

[11] عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص 21.

[12] أنظر:

Muhammad Ayub, op-cit, p 353-354.

[13] لمزيد من التفصيل أنظر: محمد عبد الكريم زعير، الرقابة الشرعية على معاملات الاستصناع في البنوك الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، العدد 16.

[14] طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ورقة مناسبات 5، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص 30–31.

[15] لمزيد من التفصيل أنظر **Ali Arsalan Tarik,op-cit, p 43-44.**

[16] طارق الله خان، حبيب أحمد، مرجع سابق، ص 31–32.

[17] شهبون لمياء، معايير تقييم الأداء المصرفي في الجزائر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق، 2007، ص 54–55.

[18] محمد أشرف دوابة، مرجع سابق، ص 17.

[19] عبد النا ر براني، المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي،رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2006، ص 126–127.

[20] رواه البخاري ومسلم عن عائشة ﵂.
[21] وهبة الزحيلي، مرجع سابق، ص 83-84.
[22] يمكن الرجوع إلى: المعايير الشرعية، هيئة ا ﺎسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معيار رقم 1، البحرين، 2008، ص 4-5.
[23] أنظر:
BANK NEGARA MALYSIA WWW. BNM.GOV
[24] أنظر ردمان، مرجع سابق، ص 40.
[25] **From : Kuait finance house, 2010, www.zawya.com**